

# Revista de Premsa

26/07/2004

COL·LEGI D'ARQUITECTES DE CATALUNYA

# ESPECIAL

	Publicació	Data	Ordre	Títular	Pàg.
1.	EL NUEVO LUNES	26/07/2004	INMOBILIARIO; CONSTRUCCION; VIVIENDA	Hipotecario e Inmobiliario	3

# HIPOTECARIO E INMOBILIARIO

el nuevo  
lunes

Suplemento N.º 188

Editado en colaboración con **BBVA**

Las hipotecas, motor de la inversión crediticia

## El préstamo para la adquisición de vivienda supone el 40% del PIB

La economía española ha experimentado durante los últimos siete años la expansión crediticia más duradera de su historia. El dinamismo del sector inmobiliario ha sido la principal causa de este fenómeno. Así, el crédito para adquisición de vivienda ha pasado de representar el 21% del PIB en 1997 al 40% a finales de 2003. Igualmente, el crédito orientado a las actividades relacionadas con el sector (construcción y servicios inmobiliarios) ha elevado su importancia en el PIB pasando del 9% a casi el 20% durante el mismo período, según los datos de un informe realizado por el Servicio de Estudios del BBVA.

La instrumentación de este tipo de crédito se lleva a cabo fundamentalmente mediante hipotecas, lo que ha convertido a este segmento de negocio bancario en el motor de la inversión crediticia en los últimos años. Así, nueve puntos porcentuales de los 14,5 que ha crecido en promedio el crédito al sector privado en el período 1997-2003 obedecen al dinamismo del crédito hipotecario.

Diversos factores han contribuido a esta sostenida expansión del crédito. En términos generales, los determinantes básicos del crédito bancario son la actividad económica y el coste de la fi-

**El dinamismo del sector inmobiliario ha permitido la expansión crediticia más importante de los últimos siete años en España, pasando del 21% del PIB en 1997 a representar el 40% en 2003. El crédito a la construcción y servicios inmobiliarios se ha elevado del 9% al 20% del PIB en el mismo período.**

nanciación. Durante las etapas de expansión económica, no sólo se incrementa el volumen de negocio de las empresas, sino que las mismas se animan a acometer nuevos proyectos. Las familias, por su parte, en el entorno de creación de empleo característico de las expansiones, optan por recurrir al endeudamiento ante la mayor certeza de sus ingresos futuros. Por tanto, la relación entre crecimiento económico y crédito bancario es inequívocamente positiva.

En principio, cabría pensar que la influencia de los tipos de interés sobre la evolución de la financiación sería ambigua, dependiendo de que el stock de crédito observado venga determinado por su demanda o por su oferta. Desde la óptica del demandante de financiación, cuanto menor sea el coste de ésta, mayor será el volumen de deuda que se estará dispuesto a asumir. Sin embargo, desde el punto de vista de las instituciones bancarias se podría suponer a

priori que un mayor tipo de interés elevaría el incentivo de las entidades financieras a aumentar su oferta de fondos en el mercado. No obstante, dos argumentos contrapesan esta hipótesis.

### Relación

En primer lugar, la relación entre el tipo de interés del crédito y los beneficios que el banco espera obtener del mismo no siempre es positiva. Cuando una entidad opta por situar el precio del crédito en niveles relativamente elevados el efecto puede resultar más bien contrario. Esta es-

trategia puede atraer a prestatarios más arriesgados, que influirán negativamente en el beneficio esperado para la entidad. Este fenómeno se conoce en la literatura económica como selección adversa.

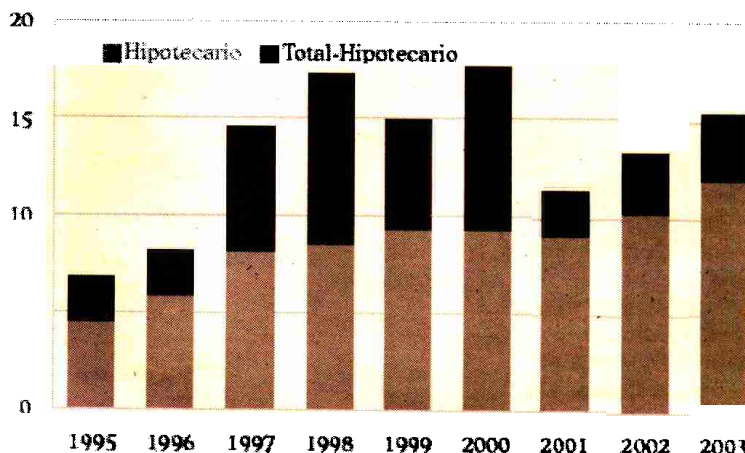
**La saneada posición de solvencia de las entidades bancarias españolas reduce la probabilidad de restricciones en la oferta crediticia**

En segundo lugar, la evidencia empírica señala que las modelizaciones estadísticas del crédito captan fundamentalmente ecuaciones de demanda. En el caso español, la saneada posición de solvencia de las entidades bancarias reduce la probabilidad de restricciones en la oferta crediticia. Además, la poca relevancia del canal del crédito contrastada por algunos trabajos recientes para el caso español también avala la importancia secundaria de la oferta de crédito para explicar la evolución de la financiación. Por tanto, parece confirmarse que el crédito viene determinado fundamentalmente por su demanda y, en este sentido, la influencia de los tipos de interés sobre el volumen de financiación concedida debería resultar negativa.

El impacto de los tipos de interés sobre la evolución del cré-

(Pasa a página II)

## Crecimiento del crédito a OSR de bancos y Cajas



Fuente: Banco de España

### SUMARIO

**Págs. I y II** Las hipotecas, motor de la inversión crediticia  
**El préstamo para la adquisición de vivienda supone el 40% del PIB**

**Págs. III y IV** Titulaciones  
**Las emisiones de bonos representaron más del 13% de los créditos en 2003**

**MERCADO HIPOTECARIO E INMOBILIARIO PÁG. II**

**COYUNTURA HIPOTECARIA**

(Viene de página I)

dito se presume inicialmente como relativamente intenso en el período más reciente. La entrada de España en la Unión Económica y Monetaria (UEM) ha posibilitado una reducción muy significativa de los tipos de interés que ha facilitado el acceso al crédito de los agentes económicos. De hecho, cuando se pone en relación la evolución del crédito a la vivienda y las variaciones en los tipos de interés hipotecarios en el contexto europeo, se observa que los países que han experimentado una caída más acusada en los tipos de interés hipotecarios han sido los que en mayor proporción han visto incrementarse la financiación con esta finalidad.

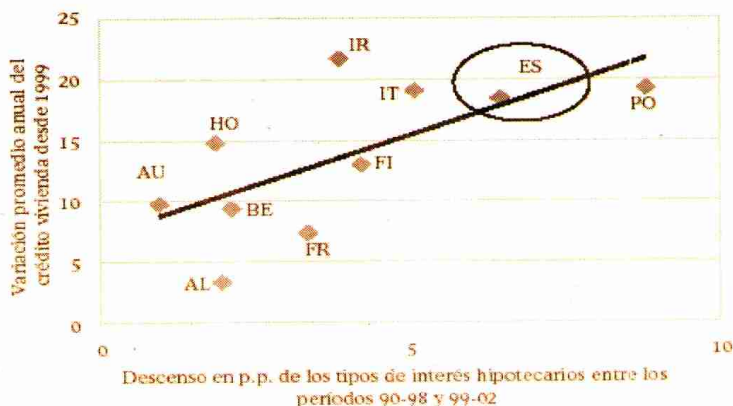
El enfoque para captar este efecto ha consistido en considerar que las variaciones porcentuales en el crédito vienen determinadas por las variaciones en puntos porcentuales que tienen lugar en los tipos de interés, con independencia de su nivel de partida. Es decir, tradicionalmente se interpreta que el impacto sobre la demanda de crédito de los tipos de interés es el mismo si éstos pasan del 15% al 14% que si descienden del 5% al 4%. Sin embargo, cabe pensar que ello no es así y que este fenómeno es particularmente relevante en el caso de la economía española considerando los drásticos descensos de tipos de interés que han tenido lugar en los últimos años y la naturaleza estructural de buena parte de los mismos. Por ello, es aconsejable utilizar una forma funcional para los tipos de interés en la que la variación del crédito dependa del nivel en el que éstos se encuentran.

**Posición patrimonial**

Otro factor que resulta relevante para explicar la demanda de crédito es la posición patrimonial de los agentes económicos. En algunos trabajos se han utilizado como variables explicativas del crédito medidas de riqueza o de endeudamiento. Resulta razonable suponer que una situación patrimonial holgada mejora las expectativas de las empresas y las familias incentivando la asunción de nueva deuda. Pero, además, a mayor solvencia de los prestatarios, mayor será la disposición de los bancos a la concesión del crédito.

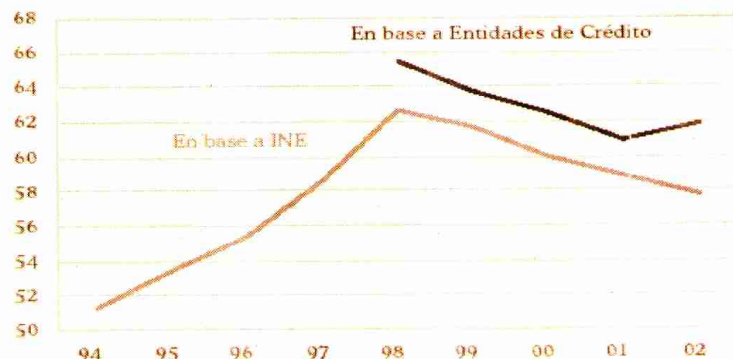
**El ratio de financiación media para adquisición de vivienda sobre el valor medio de la vivienda tasada se situaba a finales de 2002 por debajo de los niveles observados en 1998**

**Crecimiento crédito vivienda y descenso en tipos hipotecarios**



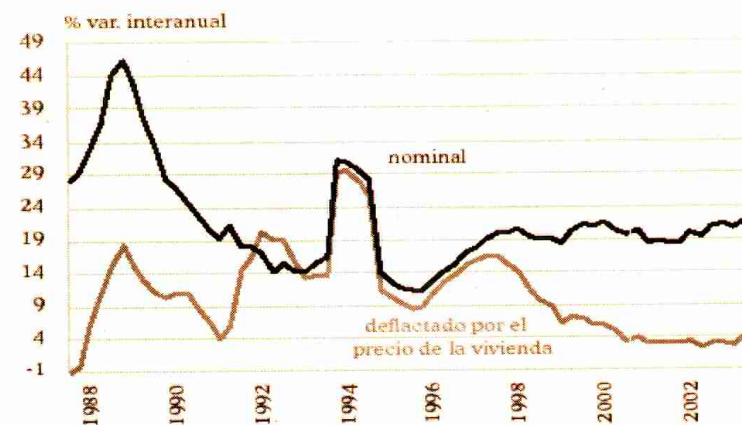
Fuente: BCE

**Ratio de financiación media para adquisición de vivienda sobre el valor medio de la vivienda tasada**



Fuente: Banco de España

**Crédito hipotecario**



Fuente: Banco de España, Mº de Fomento

to, ya que ello eleva la probabilidad de recuperación de la deuda.

Además, la inclusión del precio relativo de la vivienda en un modelo de crédito hipotecario tiene pleno sentido dado que éste recoge las variaciones que se producen en el valor de las garantías aportadas al crédito. Adicionalmente, la elevación de los precios de los inmuebles tiene un impacto inmediato en el volumen de crédito concedido en cuanto que una mayor revalorización supone otorgar un mayor volumen de crédito para financiar una misma vivienda. Ello es especialmente así si se considera que, de acuerdo con la información aportada por las sociedades de tasación, el ratio de financiación media para adquisición de vivienda sobre el valor medio de la vivienda tasada se situaba a finales de 2002 por debajo de los niveles observados en 1998. Así, durante la reciente expansión crediticia se ha producido una notable discrepancia entre la evolución del crédito hipotecario en términos nominales y su valor deflactado por el precio medio de la vivienda. No obstante, esta divergencia no es tan acusada como la observada a fi-

**La relación entre el tipo de interés del crédito y los beneficios que el banco espera obtener del mismo no siempre es positiva**

nales de los años ochenta. Otro aspecto importante a contemplar en la modelización del crédito es la influencia de los precios. La teoría económica establece que las decisiones de los agentes se toman en base a variables reales. Sin embargo, no se puede descartar que la evolución de los precios muestre cierta influencia sobre las decisiones de financiación de las familias y empresas. El signo de esta influencia es, a priori, ambiguo, señala el Servicio de Estudios del BBVA. Por una parte, los entornos de inflación alta se caracterizan por una elevada incertidumbre que retraen la decisión de endeudarse, lo que implicaría que la inflación observada tenga un efecto negativo sobre la demanda de crédito. Por otra parte, ante la expectativa de una inflación elevada que licúe el valor nominal de las deudas, los agentes estarían más dispuestos a asumir nuevo crédito, lo que daría lugar a un efecto positivo. Por tanto, considerando la no neutralidad de los precios en la decisión de endeudamiento hipotecario, se ha incluido esta variable en la estimación de la demanda de crédito.

## COYUNTURA HIPOTECARIA

### Titulaciones

# Las emisiones de bonos representaron más del 13% de los créditos en 2003

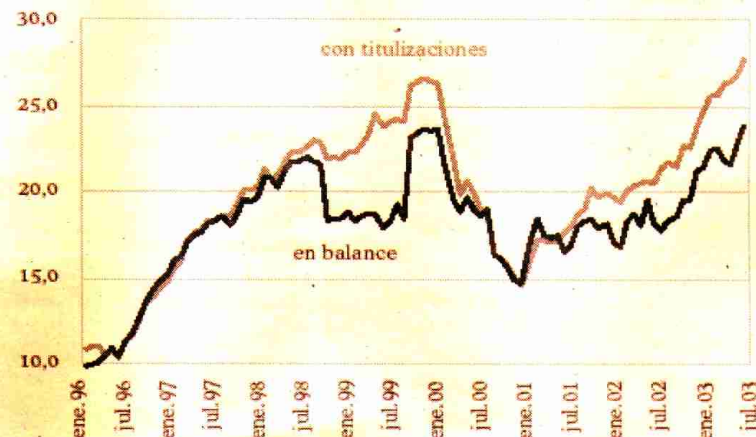
El crédito hipotecario que habitualmente se analiza es el que se contabiliza en los balances de las entidades financieras facilitado en las estadísticas del Banco de España. No obstante, hay que tener en cuenta que la posibilidad de transferir el riesgo fuera de los balances bancarios a través de los procesos de titulación ha traído consigo cambios en la dinámica del crédito contabilizado. La titulación de créditos es un proceso que permite a las instituciones liberar créditos del balance y obtener recursos. Esta práctica, iniciada hace una década, se intensificó en los años más recientes a raíz de los cambios normativos derivados de la aprobación del RDL 926/1998 por el que se regularon los fondos de titulación de activos y las sociedades gestoras de estos fondos. El incremento del crédito titulado ha sido desde entonces muy intenso. Las emisiones brutas de bonos de titulación representaban más del 13% del crédito hipotecario en balance a finales de 2003. La importancia que han cobrado en los últimos años hace necesario tenerlas en cuenta a la hora de explicar la dinámica del crédito. Por ello, se ha procedido a incorporar al análisis el impacto de las titulaciones sobre la cartera total de crédito, realizando previamente un ajuste en los datos de las estadísticas del Banco de España.

Dado que estas operaciones obedecen a estrategias internas de cada institución, su evolución a lo largo del año no obedece a ningún patrón establecido. Puesto que el crédito hipotecario gestionado es un stock, su dinámica temporal está dominada por el flujo de nuevos créditos concedidos y por el flujo de amortizaciones de los existentes. Las titulaciones hipotecarias tienen un impacto sobre el crédito en el balance similar al de una amortización anticipada. Por tanto, constituye una alteración de la dinámica normal de su evolución que no obedece a cambios en las condiciones económicas. Dado que no existe una estadística oficial lo suficientemente amplia del saldo de titulaciones hipotecarias y, por tanto, se desconoce su verdadera dinámica, ha sido necesario reconstruir una serie histórica de titulaciones para bancos y cajas.

Acudiendo a las sociedades gestoras de estos fondos y al registro de emisiones de la CNMV

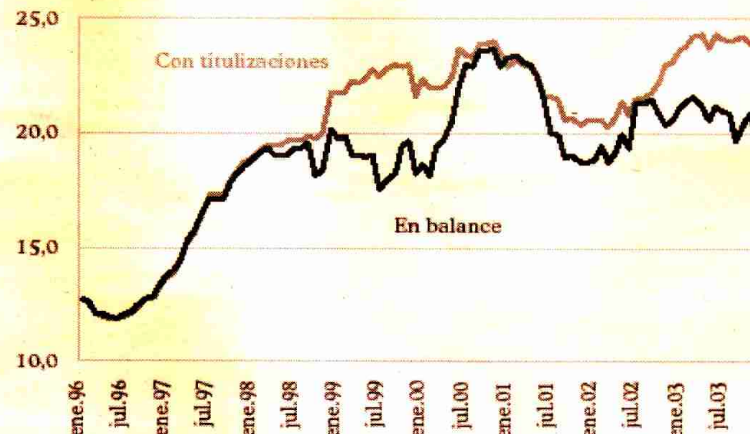
En 2003, el crédito hipotecario real con titulaciones creció aproximadamente 20 puntos porcentuales, de los cuales 3,7 fueron debidos a la actividad, 11,1 a los tipos de interés, 5,9 al precio real de la vivienda, 1,5 a la variación de la inflación, y otros efectos residuales de corto plazo restaron 2,5. La titulación de créditos permite a las instituciones liberar créditos del balance y obtener recursos

### Crédito hipotecario en bancos Variación interanual %



Fuente: Banco de España y BBVA

### Crédito hipotecario en cajas Variación interanual %



Fuente: Banco de España y BBVA

se han obtenido los importes de las emisiones brutas de titulaciones hipotecarias en cada momento. La serie de crédito titulado así calculada se añade a la del crédito en balance para obtener la serie de crédito total. El stock así obtenido es una aproximación a la evolución de los saldos vivos, dado que únicamente se contabilizan las nuevas titulaciones, pero no cómo éstas se amortizan en el tiempo. Sin embargo, en ausencia de una serie de volumen de crédito hipotecario total lo suficientemente larga, el crédito así definido permite obtener un perfil más ajustado de los saldos vivos de crédito hipotecario que la que se derivaría de considerar sólo el crédito en balance.

En una primera instancia se ha procedido a realizar un análisis de la dinámica mensual del crédito hipotecario con titulaciones desde la óptica de la oferta atendiendo a la institución que lo concede, bien sean bancos, cajas de ahorro, o cooperativas de crédito.

#### Bancos y cajas

Dado que el crédito hipotecario concedido por bancos y cajas de ahorro supone cerca del 95% del total, se analizan únicamente estas dos series, ya que serán las que dominen el comportamiento del conjunto del crédito hipotecario. Estos modelos que analizan únicamente la dinámica del crédito en función de su propia historia son útiles para la evaluación de la información según se produce, para realizar previsiones de corto plazo y para detectar posibles puntos de giro en la evolución.

Del análisis realizado para el informe se desprende que la evolución del crédito hipotecario presenta características comunes para bancos y cajas. Así, para ambos el crédito crece de forma lineal con oscilaciones coyunturales, con una estructura estacional bastante estable en el tiempo. También presenta, para ambos casos, una estructura de corto plazo con dos factores. Un factor con una dinámica muy inercial, lo que significa que una vez encaminado en una determinada senda no sufre cambios bruscos en su comportamiento. Y otro, con un comportamiento sinusoidal de periodicidad aproximadamente trimestral, es decir, con una evolución con lige-

(Pasa a página IV)

# COYUNTURA HIPOTECARIA

(Viene de página III)

ras ondulaciones de periodicidad trimestral.

Desde una óptica estructural, los factores que afectan a la demanda del crédito hipotecario serían el nivel de actividad económica, los precios de los inmuebles y los tipos de interés a los que se financia esta compra. Es de esperar que a mayor actividad económica mayor sea la demanda de crédito hipotecario de los agentes económicos. De igual manera, a mayores precios de los inmuebles mayor será la cantidad de crédito demandada para satisfacer la inversión. Inversamente, a mayores tipos de interés para financiar la compra menor será la cantidad demandada de crédito. La reducción de los tipos de interés tiende a aumentar la propensión de los agentes a endeudarse. Respecto a estos últimos se ha comprobado que la demanda de crédito parece responder a una relación no lineal, en el sentido de que a medida que bajan los tipos de interés la demanda de crédito hipotecario aumenta en mayor proporción.

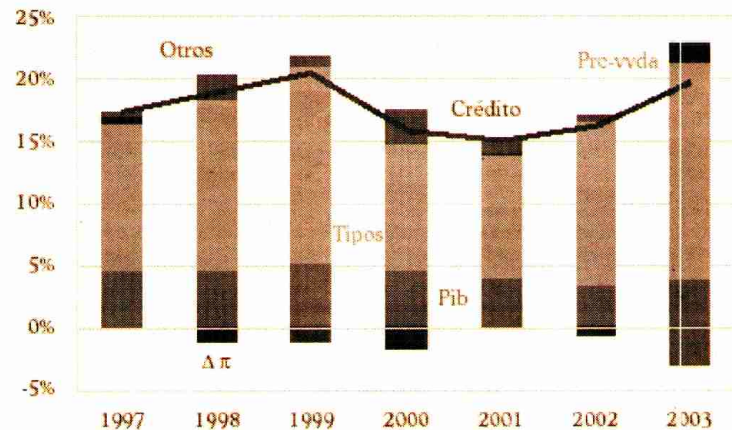
## Expansión del crédito

La principal variable que ha impulsado el crecimiento del crédito hipotecario en los últimos años ha sido el continuo descenso de los tipos de interés. Su contribución fue muy destacada en el período 1997-1999. No obstante, la subida de tipos iniciada en el último trimestre de 1999 y agotada a finales de 2000 tuvo una influencia decisiva en la reducción en la contribución al crecimiento en 2000 y 2001, empezando desde entonces la recuperación de esta contribución, acompañando el nuevo descenso de tipos registrado hasta 2003. Además, la contribución de la actividad económica se ha mantenido bastante estable en torno a los cinco puntos porcentuales a lo largo del período analizado. No obstante, en los últimos años ha descendido ligeramente al compás de la desaceleración del crecimiento. Por otra parte, el precio real de la vivienda ha ido ganando importancia en la contribución al crecimiento a lo largo del tiempo conforme se producían aumentos de precios.

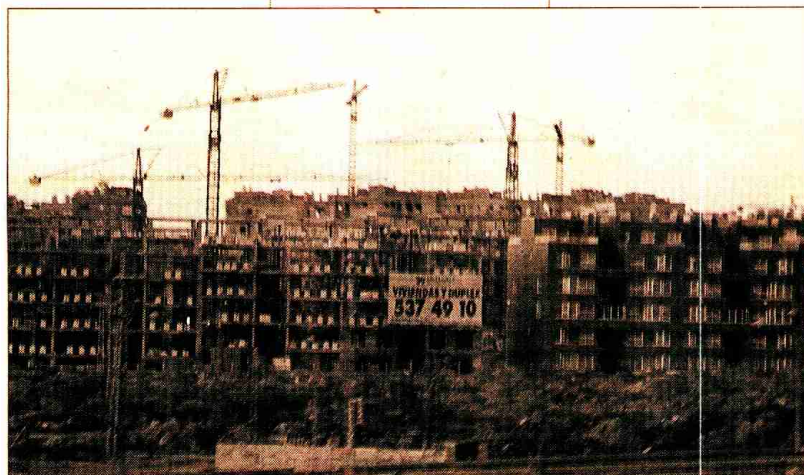
Por tanto, aunque el ritmo de variación del crédito hipotecario no ha experimentado grandes modificaciones en los últimos años sí que se aprecian cambios importantes en lo que respecta

**Las titulaciones hipotecarias tienen un impacto sobre el crédito en el balance similar al de una amortización anticipada**

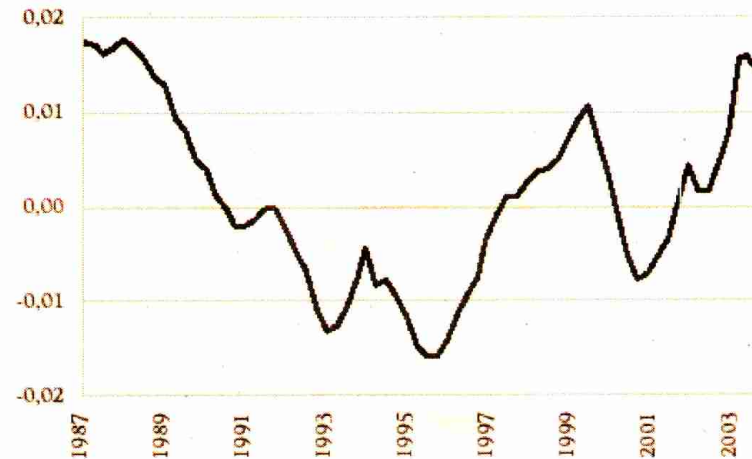
## Contribuciones al crecimiento de crédito hipotecario real



Fuente: BBVA



## Vector de cointegración



Fuente: BBVA

## La principal variable que ha impulsado el crecimiento del crédito hipotecario en los últimos años ha sido el continuo descenso de los tipos de interés

a la influencia que han tenido los diferentes variables que lo sustentan. Así, los tipos de interés, a pesar de explicar la mayor parte del crecimiento del crédito, han ido perdiendo relevancia dando paso a un mayor protagonismo de los precios relativos de la vivienda como factor explicativo del crédito hipotecario en el período más reciente.

Observando detenidamente el año 2003, el crédito hipotecario real con titulaciones creció aproximadamente 25 puntos porcentuales, de los cuales 3,7 fueron debidos a la actividad, 11,1 a los tipos de interés, 5,9 al precio real de la vivienda, 1,5 a la variación de la inflación, y otros efectos residuales de corto plazo restaron 2,5.

## Equilibrio

El modelo descrito también permite analizar cómo de alejado se sitúa el crédito hipotecario de su evolución de equilibrio de largo plazo en cada momento. El instrumento teórico que se utiliza para ello es el vector de cointegración. Cuando éste se sitúa alrededor de cero significa que estaría en línea con su equilibrio de largo plazo y el crédito hipotecario evoluciona conforme a sus fundamentales. Evoluciones del vector por encima o por debajo de cero vendrían a interpretarse como que el sistema se encuentra en una situación de desequilibrio y, por tanto, el crédito evolucionaría hacia el equilibrio en el futuro próximo en consonancia con la evolución de sus fundamentales.

La comparación del largo plazo del modelo con una perspectiva histórica permite valorar si el grado de alejamiento de este equilibrio es similar al que se ha registrado en otros periodos. Así, en la última parte de los años ochenta el crédito hipotecario mostró también una evolución por encima de los fundamentales de una magnitud ligeramente más elevada y con una mayor persistencia. La expansión crediticia de este período se corrigió con las restricciones al crédito impuestas por el Banco de España a finales de los años ochenta y con la recesión de 1992-1993.

Tras esta corrección, el crédito hipotecario evolucionó por debajo de su potencial hasta 1997. Desde entonces, el crédito se ha mantenido oscilando alrededor de su relación de equilibrio para, en 2003, volver a separarse de ésta con intensidad.